



Embargo jusqu'au
9 novembre 2017, 17 h 30

L'indépendance des banques centrales après la crise financière: perspective de la Suisse

CFS Presidential Lectures, Université Goethe de Francfort-sur-le-Main

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Francfort-sur-le-Main, 9 novembre 2017

© Banque nationale suisse, Zurich, 2017 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Rina Rosenblatt-Wisch et Jörn Tenhofen pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements s'adressent également à Simone Auer, à Petra Gerlach, à Peter Kuster, à Carlos Lenz et à Alexander Perruchoud ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Introduction

La «vieille dame» a certes déjà plus de trois siècles, mais elle est indépendante depuis seulement 20 ans. Je ne parle pas ici d'une personne, mais bien sûr d'une institution. Et plus précisément, de la Banque d'Angleterre, qui compte parmi les plus anciennes banques centrales du monde. Fondée en 1694, elle a été déclarée indépendante par le ministre britannique des finances voilà seulement vingt ans, le 6 mai 1997. La Banque d'Angleterre n'a pas été la seule à connaître un profond remaniement de son cadre institutionnel dans les années 1990. L'ancrage du principe d'indépendance a aussi été un élément fondamental de la révision de la loi sur la Banque du Japon en 1997. De même, lors de la création de la Banque centrale européenne (BCE), la garantie de son indépendance a constitué une préoccupation majeure. D'une manière générale, les années 1990 ont été capitales pour le développement de l'indépendance des banques centrales au niveau mondial.

Pour comprendre cette évolution, il nous faut revenir aux années 1970 et 1980. De nombreux pays luttèrent alors contre une forte inflation. Au cours de ces deux décennies, le renchérissement annuel moyen dans les États membres de l'OCDE était supérieur à 9%. Cependant, certaines banques centrales parvenaient à réaliser des performances relativement bonnes malgré l'environnement hostile. Durant cette période, l'inflation moyenne en Allemagne et en Suisse s'inscrivait à «seulement» 4% environ. La grande indépendance conférée à la Banque fédérale d'Allemagne et à la Banque nationale suisse (BNS) face aux influences de la politique semble avoir joué un rôle majeur à cet égard. En effet, il ressort d'une série d'études empiriques datant du début des années 1990 qu'il existe une corrélation étroite entre le degré d'indépendance d'une banque centrale et le niveau d'inflation, et qu'une telle corrélation n'a pas d'impact négatif sur la croissance de l'économie¹.

A ces résultats empiriques sont venus s'ajouter, à l'époque, de nouveaux travaux théoriques montrant pourquoi une banque centrale indépendante est mieux à même de maîtriser une forte inflation. Si un gouvernement décide lui-même de la politique monétaire, il peut facilement en résulter une forte inflation, ce qu'on appelle un biais inflationniste. Il y a à cela plusieurs raisons. Le gouvernement peut, par exemple, actionner la planche à billets pour financer les dépenses publiques, ce qui attise l'inflation. Même s'il ne le fait pas, il est souvent incité à stimuler à court terme la conjoncture par une politique monétaire étonnamment expansionniste, en particulier avant une échéance électorale. Une autre raison pouvant favoriser la tendance à une forte inflation est le fait que, dans le but de stabiliser la situation, les gouvernements sont enclins à intervenir plus massivement en cas de récession qu'en cas

¹ Voir Abstract dans Cukierman, A. (2008), «Central bank independence and monetary policymaking institutions – Past, present and future», *European Journal of Political Economy* 24, pp 722-736. Concernant la corrélation entre l'indépendance des banques centrales et la croissance, voir Grilli, V., D. Masciandro et G. Tabellini (1991), «Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries», *Economic Policy* 13, pp 341-392; Alesina, A. et L. H. Summers (1993), «Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence», *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2), pp 151-162 et Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. H. Summers et S. B. Webb (1993), «Central bank independence, growth, investment and real rates», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp 95-140.

de surchauffe. Ils diffèrent des mesures impopulaires mais nécessaires, telles qu'un durcissement de la politique monétaire, ce qui accroît l'inflation.

Les travaux théoriques montrent qu'une banque centrale indépendante dont le mandat est de mener une politique monétaire axée sur la stabilité des prix n'est pas soumise aux mêmes incitations qu'un gouvernement. Contrairement à celui-ci, une banque centrale ne se trouve pas en situation de concurrence politique. Déléguer la politique monétaire à une banque centrale indépendante réduit donc le biais inflationniste et soutient parallèlement la croissance de l'économie sur le long terme².

Les connaissances empiriques et théoriques ont grandement contribué à la formation d'un large consensus dans les années 1990: l'indépendance de la banque centrale est une condition déterminante pour une politique monétaire efficace, axée sur la stabilité, et une évolution saine de l'économie.

Au cours des années suivantes, l'indépendance des banques centrales a largement répondu aux attentes. L'inflation dans les pays industrialisés a reculé et s'est stabilisée à un bas niveau. Ainsi, de 1990 jusqu'au début de la crise financière, le taux annuel moyen d'inflation dans les Etats membres de l'OCDE était légèrement supérieur à 4%, ce qui correspond à moins de la moitié du taux enregistré dans les années 1970 et 1980. Dans le même temps, l'indépendance des banques centrales a aussi eu un impact positif sur l'environnement macroéconomique et a largement contribué à la «Grande Modération». La politique monétaire est devenue plus prévisible qu'auparavant et, partant, plus «ennuyeuse» aux yeux du public. Elle n'était plus en soi la cause des perturbations qui pesaient sur les pays. En outre, l'économie mondiale n'a pas souffert de bouleversements majeurs à cette époque. Dans l'ensemble, cette évolution favorable a confirmé les avantages que confère l'indépendance des banques centrales. C'est pourquoi celle-ci n'était pratiquement pas contestée.

Mais, la crise financière a changé la donne. Elle a ébranlé les marchés financiers et le système bancaire, plongeant de nombreux pays dans une crise profonde. La politique monétaire et budgétaire a alors été mise à l'épreuve. Les banques centrales, en particulier, ont réagi dans une mesure inédite et recouru à des instruments non conventionnels de politique monétaire. De même, elles se sont vu confier des tâches supplémentaires, par exemple dans le domaine de la stabilité financière. Alors qu'au début, les banques centrales avaient été acclamées comme des sauveurs, cette perception a changé avec la persistance des difficultés économiques. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire et l'élargissement des domaines d'activité ont donné lieu à des critiques croissantes. Selon le pays et la situation, ces

² David Ricardo s'est déjà exprimé au sujet du problème des pressions politiques. Voir Ricardo, D. (1824), *Plan for the establishment of a national bank*, London, John Murray. Concernant le problème de la cohérence temporelle, voir Kydland, F. E. et E. C. Prescott (1977), «Rules rather than discretion. The inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy* 85(3), pp 473-492; Calvo, G. A. (1978), «On the time consistency of optimal policy in a monetary economy», *Econometrica* 46(6), pp 1411-1428 et Barro, R. J., et D. B. Gordon (1983), «A positive theory of monetary policy in a natural rate model», *Journal of Political Economy* 91(4), pp 589-610. Pour une possibilité d'atténuer le biais inflationniste, voir Rogoff, K. (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», *The Quarterly Journal of Economics* 100(4), pp 1169-1189: la société recourt à une direction de banque centrale qui a une aversion contre l'inflation plus grande que l'ensemble de la société (*conservative central banker*). Concernant le problème du biais inflationniste lors de préférences asymétriques, voir Jordan, T. J. (2001), *Inflation bias, output stabilization, and central bank independence*, Berne, Editions Paul Haupt.

critiques varient du tout au tout. Certaines voix reprochent aux banques centrales d'être allées trop loin et de s'être écartées des tâches prévues par le législateur. Selon d'autres, les banques centrales auraient insuffisamment, ou trop timidement, soutenu la reprise. De même, des inquiétudes s'expriment de manière récurrente face au pouvoir prétendu incontrôlé des banques centrales. Par conséquent, le thème de l'indépendance suscite de vives discussions: les banques centrales sont-elles réellement allées trop loin? Leur indépendance reste-t-elle justifiée ou est-t-elle susceptible de menacer l'équilibre des pouvoirs et le processus démocratique d'un pays ou d'un espace monétaire?

La réflexion sur ces questions revêt une importance majeure pour la légitimation de l'indépendance des banques centrales, tant aujourd'hui qu'à l'avenir. C'est pourquoi je souhaite les examiner en détail ici. Je le ferai dans la perspective d'un banquier central, en me référant aux expériences que nous avons faites en Suisse.

Permettez-moi de préciser ceci d'emblée: je suis fermement convaincu que, même après les expériences issues de la crise financière, l'indépendance des banques centrales est essentielle pour préserver la stabilité des prix et permettre à l'économie d'évoluer de manière saine et constante. Elle est utile non seulement en période de conjoncture favorable, comme lors de la «Grande Modération», mais aussi, et surtout, dans les périodes mouvementées. C'est avant tout en temps de crise qu'il importe de pouvoir, au besoin, prendre rapidement des décisions et recourir aux instruments appropriés dans l'intérêt de la société tout entière.

Il est toutefois indispensable, notamment dans un environnement macroéconomique complexe, que les banques centrales expliquent en détail leur action et la motive. Elles doivent être en mesure de montrer que leur indépendance offre des avantages aux citoyens et qu'elles utilisent de manière responsable le pouvoir qui leur est conféré. L'indépendance des banques centrales ne va pas de soi; ces dernières doivent prouver en permanence qu'elles la méritent.

Indépendance de la banque centrale en Suisse

Permettez-moi tout d'abord de présenter brièvement le cadre institutionnel en Suisse.

Dans notre pays, l'indépendance de la banque centrale est ancrée dans la législation. Elle est établie au niveau juridique suprême, soit dans la Constitution fédérale, à l'article 99, ce qui traduit la grande importance que lui accorde le souverain. La loi sur la Banque nationale (LBN) précise l'indépendance de la BNS à quatre niveaux: l'indépendance fonctionnelle, l'indépendance institutionnelle, l'indépendance financière et l'indépendance des membres de son organe supérieur de direction.

L'indépendance fonctionnelle signifie que la Banque nationale doit pouvoir accomplir son mandat sans recevoir d'instructions d'autres instances, en particulier du Conseil fédéral ou de l'Assemblée fédérale. En tant qu'institution, la BNS est indépendante du fait de sa personnalité juridique particulière: elle revêt en effet la forme juridique d'une société

anonyme du droit fédéral, fondée sur une loi spéciale³. L'indépendance financière de la Banque nationale englobe, d'une part, l'interdiction de financer l'Etat au moyen de la planche à billets, et, de l'autre, l'autonomie budgétaire. Enfin, l'indépendance des membres de son organe supérieur de direction découle du fait que les membres de la Direction générale de la BNS, soit l'organe responsable de la politique monétaire, sont nommés par le Conseil fédéral pour une durée relativement longue, fixée à six ans. En outre, ils ne peuvent être démis de leurs fonctions que s'ils ne remplissent plus les conditions nécessaires à l'exercice de leur mandat ou s'ils ont commis une faute grave.

Cette pleine indépendance soutient la BNS dans l'accomplissement de son mandat. En vertu de la Constitution, la Banque nationale doit mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. La LBN concrétise ce mandat et dispose que la BNS doit assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. En outre, la BNS doit contribuer à la stabilité du système financier et assumer une série d'autres tâches, par exemple garantir l'approvisionnement en numéraire.

La BNS a précisé son mandat de politique monétaire comme suit: par stabilité des prix, elle entend une hausse annuelle inférieure à 2% des prix à la consommation. La déflation est elle aussi contraire à l'objectif de stabilité des prix. La stabilité des prix se conçoit comme une stratégie à moyen et long terme, ce qui est judicieux, car une petite économie ouverte comme la Suisse subit souvent les influences de l'étranger, qui entraînent directement des variations du niveau des prix.

En contrepartie de son indépendance, la BNS est tenue de rendre compte de son action de manière détaillée. Cette obligation figure elle aussi dans la LBN. La Banque nationale se livre à des échanges réguliers avec le gouvernement suisse, participe à des auditions devant les commissions parlementaires et publie chaque année un compte rendu d'activité. L'obligation de rendre compte consiste également à informer régulièrement et de manière approfondie le public de notre appréciation de la situation économique, et à expliciter les raisons des décisions prises par la Banque nationale. A cette fin, la BNS recourt à divers canaux de communication: communiqués et conférences de presse, exposés et interviews. Par ailleurs, elle met de nombreuses informations à disposition sur son site Internet. En 2016 par exemple, les membres de la Direction générale ont eu des échanges à douze reprises avec des commissions parlementaires et des comités gouvernementaux. En outre, la Direction générale a informé le public au sujet de la politique monétaire et d'autres thèmes relatifs aux activités des banques centrales dans le cadre d'une centaine de manifestations. Du fait de la démocratie directe qui s'applique en Suisse, il est également important d'informer le public de manière

³ Plus de la moitié du capital-actions est détenue par les pouvoirs publics (surtout des cantons et des banques cantonales). La Confédération ne possède aucune action. Le reste des actions est en mains de particuliers. Aucun actionnaire ni groupe d'actionnaires ne peut exercer d'influence sur les décisions de politique monétaire. En outre, le droit de vote d'un actionnaire privé est limité à cent voix.

détaillée. Le droit d'initiative populaire prévoit en effet que des questions spécialisées en rapport avec la politique monétaire puissent également faire l'objet de votations⁴.

L'indépendance des banques centrales à la lumière de la crise financière

Quelles considérations attisent concrètement le débat autour de l'indépendance des banques centrales depuis la crise financière? Pour situer les différentes questions, j'aimerais d'abord me pencher sur quelques aspects fondamentaux, et notamment sur la formulation du mandat. Puis je me consacrerai aux questions qui se sont posées ces dernières années plus spécifiquement dans les domaines de la politique monétaire et de la stabilité financière.

Aspects fondamentaux

Dans une démocratie, il est décisif, pour légitimer l'indépendance de la banque centrale, de conférer à cette dernière un mandat concret, dont l'accomplissement puisse faire l'objet d'une évaluation. La littérature théorique relative au sujet part souvent d'un monde idéalisé. Elle peut de ce fait énoncer avec précision le mandat de la banque centrale et en vérifier sans peine l'accomplissement à l'aide de données statistiques. Dans ces modèles, l'objectif se rapporte à un ou deux paramètres économiques pouvant être gérés exactement, au moyen d'un instrument de politique monétaire. Dans ce monde idéalisé, le public peut ainsi contrôler à tout moment si l'objectif est atteint.

Comme nous l'a justement enseigné la crise financière, la réalité est par contre beaucoup plus complexe. D'une part en effet, le mandat des banques centrales comprend souvent plusieurs objectifs, par exemple la stabilité des prix et la stabilité financière. D'autre part, il est généralement formulé de manière moins précise que dans les modèles simplifiés. La plupart du temps, ce mandat décrit en réalité le principe directeur qui doit guider la banque centrale dans son action, et non pas une ligne de décision applicable de manière mécanique à toutes les situations qui pourraient se présenter. Cette approche confère aux banques centrales une certaine flexibilité, dans un contexte pouvant évoluer rapidement et de façon surprenante. De même, elles doivent pouvoir recourir à de nouveaux instruments pour faire face à une situation donnée. Il n'est tout simplement pas possible de déterminer à l'avance chaque instrument imaginable pouvant s'avérer nécessaire, ni même la politique monétaire dans ses moindres détails.

Par ailleurs, contrairement à ce qui est le cas dans un monde idéalisé, l'influence des banques centrales est limitée selon les situations. Il existe souvent de grandes incertitudes sur la situation actuelle ou future, mais aussi au sujet de l'efficacité des instruments utilisés. On ne peut donc pas toujours agir avec précision sur l'inflation ou sur la conjoncture. En outre, au-delà des effets souhaités à court terme, le recours à certains instruments peut générer des

⁴ Citons par exemple, l'initiative populaire sur l'or, que le peuple et les cantons ont rejetée en novembre 2014, et l'initiative «Monnaie pleine» qui doit encore être soumise à la votation populaire.

risques et des coûts supplémentaires à plus long terme. Face à ces contraintes et dans un contexte très incertain, les banques centrales doivent prendre leurs décisions en toute conscience, sur la base des connaissances dont elles disposent. L'utilité escomptée d'une mesure doit être supérieure aux coûts qui lui sont associés et à ceux que l'on doit en attendre dans l'avenir. Il est donc impératif de peser avec soin tous les intérêts en jeu si l'on veut employer judicieusement et efficacement les instruments disponibles. Par exemple, un écart passager par rapport à l'objectif de stabilité des prix ou de plein emploi ne doit pas légitimer un zèle excessif de la part de la banque centrale, surtout lorsque cela compromet la réalisation à long terme de ces objectifs. Garantir à moyen et à long terme que ces objectifs seront atteints dans l'intérêt général de la société doit demeurer la préoccupation première.

Pour justifier leurs décisions et, en définitive, leur indépendance, les banques centrales doivent rendre compte de manière exhaustive de leurs activités. Elles sont tenues d'expliquer ce qui a motivé leur action et comment les mesures prises peuvent contribuer à l'accomplissement de leur mandat. Elles doivent notamment commenter l'utilité et les risques de leur politique, mais aussi montrer les résultats pouvant être obtenus dans un contexte donné.

Quelle lumière ces considérations jettent-elles sur l'action des banques centrales depuis le début de la crise financière? J'aimerais répondre à cette question, d'abord sous l'angle de la politique monétaire, puis sous celui de la stabilité financière.

Aspects relatifs à la politique monétaire

Dans le domaine de la politique monétaire, je souhaite revenir plus précisément sur trois aspects souvent avancés pour remettre en question l'indépendance des banques centrales: les mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'accroissement des bilans des banques centrales qui en résulte et les effets secondaires possibles des mesures de politique monétaire. Dans la discussion relative à ces critiques, je m'appuierai sur les expériences concrètes que nous avons faites en Suisse.

Après l'abaissement à zéro des taux d'intérêt dans de nombreux pays en raison de la crise financière, les possibilités offertes par cet instrument conventionnel étaient épuisées. Les banques centrales ont alors mis en place des mesures non conventionnelles pour poursuivre la lutte contre la crise. Citons à ce titre la *forward guidance*, laquelle consiste à indiquer la tendance attendue pour les taux directeurs à court terme. Quelques banques centrales ont aussi eu recours à l'assouplissement quantitatif, soit à des acquisitions de titres de moyenne et longue durées.

Si l'on considère l'étendue et l'orientation des mesures non conventionnelles de politique monétaire, peut-on prétendre que les banques centrales ont outrepassé leur mandat? Comme nous l'avons vu, ce mandat est délibérément formulé de manière assez vague, du moins jusqu'à un certain point. Il n'est pas réaliste de vouloir décrire et déterminer à l'avance toutes les constellations économiques possibles ni les mesures correspondantes. En fonction de la situation, les banques centrales doivent pouvoir agir selon l'idée directrice qui sous-tend leur

mandat, peser les intérêts en jeu et réagir rapidement. La crise financière a confirmé cette nécessité.

Permettez-moi d'illustrer mes propos à l'aide de nos propres expériences. En Suisse aussi, nous avons eu recours à des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Malgré l'abaissement successif des taux d'intérêt depuis le début de la crise financière, le franc s'est fortement apprécié du fait de son rôle de valeur refuge dans les périodes de grande incertitude. Cette évolution s'est traduite par un durcissement des conditions monétaires, alors qu'un assouplissement aurait été nécessaire en raison du danger de déflation lié à la crise. Afin d'absorber les chocs provenant de l'étranger et de réduire les pressions exercées sur le franc, la Banque nationale est intervenue sur le marché des changes. Dans une étape suivante, en septembre 2011, elle a fixé un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Ce cours plancher était conçu comme un instrument temporaire. Un arrimage permanent du franc à l'euro n'aurait pas été compatible avec le mandat de la Banque nationale. En janvier 2015, nous avons supprimé le cours plancher et, parallèlement, abaissé à $-0,75\%$ le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS. Depuis lors, notre politique monétaire repose sur deux piliers: d'une part, le taux d'intérêt négatif et, d'autre part, notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Nos interventions sur le marché des changes ont soulevé une première vague de critiques à l'encontre de la politique monétaire non conventionnelle menée en Suisse. Les uns prétendaient que la BNS avait toléré une trop forte appréciation du franc. Les autres auraient préféré que nous nous en tenions strictement au système des changes flottants et que nous renoncions à prendre des mesures visant à influencer sur les cours de change. Je ne reviendrai pas en détail sur chacun de ces épisodes. Mais permettez-moi d'expliquer plus précisément l'exemple de la suppression du cours plancher.

Durant le second semestre 2014, l'euro avait commencé à se déprécier rapidement et de manière très nette face à toutes les monnaies, car le marché anticipait toujours davantage l'adoption par la BCE d'un programme d'achat de titres. Ce développement concernait spécifiquement l'euro, mais compte tenu du cours plancher, le franc s'est déprécié lui aussi vis-à-vis de monnaies importantes, en particulier du dollar des Etats-Unis. Les marchés financiers ont réalisé que cette dépréciation entraînait des distorsions des relations de change, et la demande de franc a fortement augmenté début 2015. Il était à prévoir que le maintien du cours plancher nécessiterait des interventions permanentes, pour des montants de plus en plus élevés. La situation avait donc fondamentalement changé, et nous devions réexaminer notre politique monétaire.

Quels étaient les arguments en faveur d'une suppression du cours plancher? Un abandon rapide de cet instrument permettait d'empêcher que le bilan de la Banque nationale n'explode. Un maintien du cours plancher malgré l'évolution de la situation internationale aurait par ailleurs remis en question la crédibilité de la BNS. Au vu du nouveau contexte et de la faiblesse largement ancrée de l'euro, il était manifestement exclu de pouvoir atténuer durablement les pressions exercées sur le cours plancher, même au moyen d'interventions

massives. Un changement de cap de la politique monétaire avait pour avantage de garantir notre capacité d'action à l'avenir. Par contre, il impliquait un raffermissement du franc ainsi qu'une phase de croissance plus faible et d'inflation négative. C'est toutefois un prix qu'il aurait fallu payer même si nous avions différé la suppression du cours plancher. De surcroît, ce prix aurait alors été encore plus élevé.

Cette pesée d'intérêts nous a montré que nous n'avions pas d'autre choix. Nous devons par conséquent accepter les coûts que notre décision engendrerait à court terme si nous voulions être à même d'accomplir notre mandat à moyen et long terme. C'est seulement grâce à notre indépendance que nous avons pu réagir rapidement à une situation aussi complexe.

Naturellement, et je ne vous le cache pas, il nous a fallu nous armer de courage pour prendre une telle décision, car il est toujours plus confortable de reporter à demain les choix difficiles.

La nouvelle dépréciation de l'euro face au dollar des Etats-Unis après la suppression du cours plancher nous a donné raison. Le recentrage de notre politique monétaire sur deux piliers – le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes – a amorti les effets négatifs de la suppression du cours plancher. Dans l'intervalle, l'inflation est redevenue positive. Pour de nombreuses entreprises à vocation exportatrice, l'appréciation du franc après notre décision de début 2015 a certes constitué une charge lourde et en partie douloureuse. Mais elle n'a pas entraîné de récession, et le chômage n'a enregistré qu'une légère hausse temporaire.

Comme c'est aussi le cas pour d'autres banques centrales, la vive expansion de notre bilan est l'une des conséquences de nos mesures de politique monétaire⁵. C'est pourquoi de nombreuses voix s'élèvent, réclamant que la décision concernant l'allocation des actifs de la banque centrale relève des autorités politiques et non pas de cette dernière. Il s'agit là du deuxième aspect pour lequel l'indépendance des banques centrales est remise en question. Dans le cas de la BNS, il existe une multitude de propositions allant dans ce sens. L'une d'elles suggère, par exemple, que nos actifs soient investis dans des projets favorisant l'innovation ou les infrastructures nationales. Or, le fait de perdre le pouvoir de disposer librement de ses propres actifs conduirait inéluctablement à une politisation de la politique monétaire, ce qui touche à l'essence même de l'indépendance d'une banque centrale. La souveraineté en matière de politique monétaire et sur le plan du bilan sont étroitement liées et, par conséquent, indissociables. Il importe que la banque centrale puisse décider de la structure que doit présenter son bilan pour entraver le moins possible la politique monétaire actuelle et future.

La taille du bilan suscite des mécontentements non seulement sur le plan de la politique de placement, mais aussi au regard des fortes fluctuations de notre résultat annuel, dont peut dépendre la suspension du versement d'un dividende aux actionnaires et de la distribution à la Confédération et aux cantons. L'indépendance de la banque centrale est aussi cruciale en vue

⁵ En Suisse, la somme du bilan de la Banque nationale est passée de 110 milliards de francs fin 2006 à 775 milliards de francs mi-2017 du fait de nos interventions sur le marché des changes. Ainsi, elle est aujourd'hui supérieure au produit intérieur brut nominal du pays.

de s'opposer aux pressions pouvant résulter de ce lien entre distribution du bénéfice et politique monétaire. Car les bénéfices et les distributions auxquelles ceux-ci donnent lieu ne sauraient constituer l'objectif de la politique monétaire, mais doivent en demeurer un effet auxiliaire.

Le dernier aspect pour lequel l'indépendance de la BNS est remise en question concerne les effets secondaires possibles des mesures non conventionnelles de politique monétaire. En Suisse, les critiques portent notamment sur le taux d'intérêt négatif. Dans un premier temps, l'application de taux nominaux négatifs a suscité une vague d'incompréhension, et certains de leurs détracteurs ont même considéré que la BNS était allée trop loin sur le plan de l'indépendance. Nous nous sommes efforcés d'expliquer la nécessité du taux d'intérêt négatif en Suisse et n'avons cessé de souligner que, sans ce dernier, le franc serait trop attrayant comme monnaie de placement dans le contexte actuel de taux bas à l'échelle mondiale, et qu'il s'apprécierait de nouveau. C'est seulement grâce au taux d'intérêt négatif que nous avons pu rétablir en partie l'écart de taux traditionnel avec les autres monnaies.

Une fois de plus, notre expérience dans ce domaine montre combien il est décisif que les banques centrales saisissent chaque occasion d'expliquer au public, de manière accessible, leur politique monétaire et les objectifs qu'elle permet d'atteindre. Ce constat vaut non seulement pour une politique monétaire non conventionnelle, mais aussi pour tous les champs d'activité. Une banque centrale ne peut légitimer et entériner son indépendance qu'en rendant compte de manière exhaustive de ses activités.

Aspects relatifs à la stabilité financière

J'en viens maintenant à un autre domaine d'activité important des banques centrales: la stabilité financière. Ici aussi, il s'agit de savoir si les banques centrales doivent accomplir certaines tâches de manière indépendante et quel mandat leur est attribué à cette fin.

Permettez-moi de commencer par la répartition des tâches, après quoi je passerai à la formulation du mandat dans le domaine de la stabilité financière, là aussi en adoptant la perspective de la Suisse.

Depuis la crise financière, on met davantage l'accent sur le renforcement de la résilience du système financier dans son ensemble et sur la prévention des risques systémiques. L'adoption de cette approche macroprudentielle découle du fait que la réglementation microprudentielle (c'est-à-dire au niveau de chaque établissement) ne permet pas de garantir à elle seule la stabilité du système financier dans son ensemble. Lors de l'élaboration de mesures destinées à favoriser la stabilité financière, il faut aussi tenir compte des interdépendances entre les banques et du comportement procyclique de ces dernières.

Mais comment répartir les tâches au niveau macroprudentiel?

Tandis que la surveillance microprudentielle est clairement une tâche relevant de la surveillance bancaire, l'analyse macroprudentielle exige une perspective macroéconomique plus large. Celle-ci est précisément celle des banques centrales, qui sont habituées à distinguer

les développements conjoncturels des tendances de moyen terme. Cette capacité peut être très précieuse pour déterminer si des déséquilibres se forment dans le secteur financier. Cependant, il est impossible de garantir que leur évaluation soit toujours pertinente: ici non plus, les banques centrales ne sont pas infaillibles.

En effet, comme en matière de politique monétaire, elles peuvent être incitées à reporter des décisions désagréables, notamment du fait que le recours à des instruments macroprudentiels peut être impopulaire. On peut envisager, par exemple, que des mesures visant à freiner le développement excessif des prêts hypothécaires soient combattues par une large alliance rassemblant les banques, les agents immobiliers, la branche de la construction, les propriétaires de maison et les acheteurs potentiels. Afin d'éviter que des mesures fondamentalement nécessaires soient repoussées voire abandonnées, il semble donc logique de confier les tâches macroprudentielles à une institution indépendante.

Cependant, il n'est pas souhaitable de confier à la banque centrale l'entière responsabilité des instruments macroprudentiels, compte tenu des effets de redistribution parfois considérables qu'entraînent ces derniers. En effet, à la différence de la politique monétaire, les instruments macroprudentiels sont parfois axés sur des secteurs et des groupes spécifiques. Prenons l'exemple de mesures visant à limiter l'endettement des ménages. Ces mesures relèvent également de la politique budgétaire et doivent s'appuyer sur une légitimité démocratique. Si les banques centrales étaient seules responsables de leur exécution, l'absence de légitimité démocratique remettrait en question à moyen terme leur indépendance. C'est pourquoi il est nécessaire que le gouvernement joue un rôle clé dans la fixation du cadre général de ces mesures.

Dans la réalité, il arrive souvent que plusieurs acteurs soient impliqués dans la stabilité financière. Outre la banque centrale, il s'agit en général de l'autorité de surveillance des marchés financiers et du gouvernement, représenté la plupart du temps par le ministère des finances. En Suisse, le législateur a choisi de répartir la responsabilité entre le gouvernement, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) et la BNS. Cette dernière a pour tâche, d'une part, de déterminer l'importance systémique des banques et des infrastructures des marchés financiers. D'autre part, elle joue un rôle important lors de la prise et de l'adaptation des mesures visant à limiter les risques conjoncturels. L'une de ces mesures est le volant anticyclique de fonds propres mis en place en 2012 et activé depuis 2013, qui oblige les banques à relever progressivement leurs fonds propres si le marché du crédit présente des signes de développements excessifs. Si la BNS considère que ce volant doit être adapté, elle en fait la demande au gouvernement après avoir consulté la FINMA. Trois institutions sont donc impliquées, et c'est la BNS qui est à l'origine de la décision d'utiliser cet instrument.

Etant donné qu'en matière de stabilité financière, plusieurs acteurs sont concernés, il est nécessaire de répartir les tâches d'une manière claire et univoque. Faute de cela, si d'autres acteurs ne peuvent ou ne veulent pas intervenir dans une situation de crise, la pression sur la

banque centrale risque de s'accroître fortement, pouvant aller jusqu'à la contraindre de prendre des mesures qui devraient incomber à d'autres acteurs.

En Suisse, le Parlement a adopté en 2012 une loi *too big to fail*, qui atténue cette problématique. Cette loi doit empêcher qu'il faille sauver des établissements financiers d'importance systémique en cas de crise. Car les actions de sauvetage de banques qui se sont multipliées au cours de la crise financière constituent une menace pour l'indépendance d'une banque centrale. Sur le moment, celle-ci peut certes apparaître comme l'acteur qui fournit une solution d'urgence. Mais une fois le calme revenu, il n'est pas rare que les observateurs se demandent si elle n'est pas allée trop loin et n'a pas outrepassé ses compétences.

Cela me conduit au deuxième aspect que je souhaite aborder: la difficulté, inhérente au domaine de la stabilité financière, à définir un mandat qui soit opérationnel. De même que pour la politique monétaire, il s'agit ici de formuler le mandat d'une manière qui permette à la banque centrale comme au public de connaître les principes à suivre pour intervenir. Il est impératif que l'idée directrice qui guide la banque centrale ne permette aucun malentendu. Cependant, pas plus que pour la politique monétaire, il n'est possible d'élaborer des consignes valables pour chaque situation. Car on ne peut prédire ni les crises financières futures ni les mesures qui seraient appropriées pour y faire face.

En outre, lors de la formulation du mandat en matière de stabilité financière, il faut tenir compte du risque de conflit d'objectifs avec celui de la stabilité des prix. Une banque centrale peut en effet se trouver dans une situation où ces deux objectifs appellent des mesures contraires. Un tel conflit peut donc l'amener à ne plus être en mesure de remplir tous les objectifs qui lui ont été assignés, ce qui peut conduire à son tour à une remise en question de son indépendance. C'est pourquoi il ne suffit pas que les idées directrices des différentes tâches de la banque centrale soient formulées de manière univoque. Encore faut-il définir clairement les priorités entre ces objectifs.

En Suisse, le législateur a fixé des priorités claires. L'objectif de stabilité des prix prime celui de la stabilité financière. Cette règle est pertinente et en cas de conflit d'objectifs, elle permet à la BNS de procéder aux pesées d'intérêt nécessaires et de prendre les décisions qui s'imposent.

Dans le domaine de la stabilité financière également, la contrepartie de l'indépendance de la banque centrale et de la formulation générale de son mandat est son obligation de rendre compte. Or cette obligation est particulièrement difficile à satisfaire: l'objectif de stabilité financière est en effet moins facile à concevoir que celui de la stabilité des prix. Car si le débat sur le niveau de l'inflation et les facteurs qui le conditionnent est en principe relativement compréhensible, il est moins évident de déterminer si le système financier est stable. Y a-t-il stabilité du système financier lorsqu'il n'y a pas de crise bancaire? Comment déterminer si les mesures macroprudentielles qui ont été prises sont efficaces et appropriées?

Il n'existe pas de réponse simple à ces questions. Le mieux que les banques centrales puissent faire, c'est de présenter leur appréciation de la situation et des risques aussi exactement que

possible, et de rendre publiques les pesées d'intérêts auxquelles elles se livrent pour décider d'utiliser des instruments macroprudentiels. En Suisse, nous commentons, d'une part, notre politique en matière de stabilité financière dans le cadre de notre obligation générale de rendre compte. D'autre part, nous publions chaque année un rapport séparé sur la stabilité financière, dans lequel nous évaluons la résilience du système bancaire suisse, présentons nos recommandations et expliquons les mesures que nous avons prises.

Comment continuer de garantir l'indépendance des banques centrales?

J'ai essayé de vous montrer combien la perception publique de l'indépendance des banques centrales a changé depuis la crise financière. Les expériences que nous avons faites en Suisse me confortent dans ma conviction que cette indépendance demeure à la fois pertinente et nécessaire. En effet, pour que les banques centrales remplissent au mieux leur mandat, lequel consiste à garantir la stabilité des prix et à contribuer à la stabilité du système financier, il est indispensable qu'elles ne fassent pas l'objet de pressions politiques. A ce titre, leur indépendance est primordiale.

Dans le même temps, nous savons que cette indépendance soulèvera toujours des critiques. Elle ne va pas de soi. La remettre en question de temps à autre est donc permis et possible. Elle restera garantie aussi longtemps que la sphère politique et le public seront convaincus de ses apports et feront confiance aux banques centrales pour utiliser de manière responsable les pouvoirs qui leur ont été confiés. Par conséquent, les banques centrales doivent prouver en permanence qu'elles méritent leur indépendance.

Que peuvent faire les banques centrales pour mériter cette indépendance? D'abord et avant tout, elles doivent convaincre la société qu'à long terme, ce fonctionnement profite à tous. Elles doivent tout mettre en œuvre pour remplir le mandat qui leur a été confié en toute bonne foi et sur la base des connaissances dont elles disposent. Surtout, on aura d'autant plus confiance dans une banque centrale indépendante qu'elle atteindra les objectifs qui lui ont été assignés. Cela dit, elle doit en la matière observer le principe de proportionnalité. Aussi lui faut-il, avant toute décision, procéder à une pesée d'intérêts minutieuse en s'appuyant sur une perspective de long terme. En effet, tout écart à court terme par rapport à l'objectif fixé ne justifie pas que la banque centrale doive intervenir à tout prix.

En contrepartie de son indépendance, il est essentiel que la banque centrale rende compte en détail de son action, de ce qui a motivé celle-ci et des résultats obtenus. Elle doit toujours expliquer en quoi les mesures prises peuvent contribuer à l'accomplissement de son mandat, mais aussi indiquer clairement les objectifs qui, dans un contexte donné, peuvent être atteints et à quel coût.

C'est pourquoi la banque centrale doit avoir clairement conscience de ce qu'elle peut réaliser. Pour assumer notre responsabilité avec mesure, il nous faut être pleinement conscients de nos limites et éviter d'accumuler les tâches. Ce n'est pas parce qu'une banque centrale pourrait

assumer une tâche supplémentaire qu'il lui faut l'accepter. Autrement dit, la politique monétaire ne doit pas se substituer à des mesures relevant d'autres domaines de la politique. A court terme, il peut être tentant d'attribuer à la banque centrale des tâches ne relevant pas de ses compétences fondamentales. Mais à moyen et à long terme, ces tâches supplémentaires pourraient constituer une menace pour l'indépendance de la banque centrale.

J'aimerais conclure par le point suivant. L'indépendance de la banque centrale n'est qu'un moyen mis en œuvre pour atteindre un objectif supérieur. La société continuera d'accepter cette indépendance tant qu'il demeurera clair pour le plus grand nombre que celle-ci est avantageuse. A cette fin, les banques centrales doivent présenter de manière réaliste et compréhensible l'importance de leur indépendance pour l'accomplissement de leur mandat. C'est seulement ainsi que nous contribuerons à maintenir cette indépendance dans l'intérêt de tous.